

学校编码: 10384

分类号: \_\_\_\_\_ 密级: \_\_\_\_\_

学 号: B200241013

UDC \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 控制权、流动性与我国上市公司国有股 权转让定价研究

## Control, Liquidity and Listed Companies' State Stock Pricing in China

林 鹏

指导教师姓名: 邱华炳 教 授

纪益成 教 授

申请学位级别: 博 士

专 业 名 称: 财 政 学

论文提交日期: 2005 年 4 月

论文答辩日期: 2005 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 4 月

## 内 容 摘 要

伴随经济体制转轨,我国国有经济正进行战略性调整。与国外民营化相类似地是,这种调整也引起关于国有资产流失争论,集中体现于定价问题。国有股流通问题一直是困扰我国证券市场的系统性风险,国有股长期未流通的关键在于还未找到为各利益相关者所接受的定价方法,国内外理论界虽对国有股权定价进行一定程度的研究,但尚未形成统一的定价政策,理论研究无法指导实践,造成对国有股权定价随意性。

以股权价值定义和构成为研究起点,本文认为股权价值体现在股票背后的权利束,主要是剩余索取权、控制权、流通转让权。理论界缺乏一个完整的股权价值评估体系,从而忽视股权流动性(流通权)、控制权这两个重要属性的价值评估。这种缺陷在上市公司国有股权中得到集中体现,与流通的社会公众股相比,上市公司国有股权事实上处于非流通股地位,与此同时大多数国有股权在上市公司处于控股股东地位从而具有控制权。

理论分析揭示控制权价值的存在及表现。第二章采用大宗股权交易法,以 2001-2004 我国上市公司国有股权转让为例量化控制权价值。国内实证研究多以净资产值代替现行市价,这一做法并不合理,本文所提出的公式对此问题修正,回归分析表明,控制权私有收益与资产规模、并购方式呈显著负相关关系,而与资产负债率呈显著正相关关系。

在不确定性背景下才能合理分析流动性偏好,流动性偏好虽是一种心理动机,但包含理性与非理性,这一两分法批判了流动性偏好非理性的偏见,为流动性和流通权价值存在提供了有力证据。第三章量化 A 股流通权价值,回归分析表明,流动性折价与股权转让金额、净值市价比呈显著负相关关系,而与企业收益水平呈显著正相关关系。

对剩余索取权价值分析及量化可以主流企业价值评估理论为基础。理论和实证研究表明在评估我国上市公司国有股权时,同时使用资产途径和收益途径。将三种权利的评估置于一个合理的框架,才能准确评估股权价

值，这是企业价值评估的一个发展方向。本文在借鉴价值层次体系基础上构建我国上市公司国有股权价值评估框架。在着重研究上市公司国有股权价值之后，本文考虑影响价格的相关因素基础上进行合理定价。在剖析低定价动机和厘清低定价与国有资产流失关系后提出低定价实施方法。

关键词：控制权； 流动性； 定价

## **Abstract**

With the transfer of economic structure, China is undergoing the strategic adjustment of its state-owned economy. Similar to the privatization abroad, the adjustment gives rise to the controversy about loss of state-owned assets. Pricing is the core issue. The circulation of state stock has all along been the systemic risk for China's stock market. The key problem lies in being unable to find the pricing policy accepted by all stakeholders. Much research has been done on this issue home and abroad, but no common understanding has been reached.

The thesis begins with studying the definition and components of stock value. It points out that stock value is embodied in bundles of rights, which mainly are residual claim, control and circulation rights. The academic circle has ignored control and circulation rights and their value due to lack of a complete framework of stock value evaluation. This deficiency can be easily found in state stock of listed companies which are virtually non-circulation shares and most of which own corporate control.

Through theoretical research, the thesis reveals the existence of control value. From the empirical perspective, the thesis then measures control value of China listed company through using examples of state stock transferring (Chapter 2). Many domestic scholars replaced stock prices with net asset value per share when doing empirical research, which is inappropriate. Thus the thesis puts forward formulae to make some corrections and uses regress analysis to show private benefit of control is negatively related to the firm size and types of acquisition, but positively correlated with the firm's assets liabilities ratio.

The thesis holds that only under conditions of uncertainty can liquidity preference be analyzed correctly. Although liquidity preference is psychological motive, it consists of the rational and irrational. This dichotomy gives the evidence of the existence of circulation rights value. Chapter 3 measures circulation rights value of China's A share. Empirical research shows that liquidity discounts are negatively related to revenues of stock transfer and book-to-price value, but positively correlated with the firm's earnings.

Research on residual claim value can be based on the prevailing evaluation theory of firm value. From the theoretical and empirical perspective, the thesis points out that both of asset-based approach and income approach should be used when evaluating China listed companies' state stock. In order to evaluate stock value correctly, it is necessary to put three kinds of rights into a reasonable framework. With reference to the system of levels of value, the thesis establishes the framework of evaluating China listed companies' state stock value. After exploring deep into the value of listed companies' state stock, the thesis works out a reasonable pricing system by taking into consideration related factors which affect pricing. It first combs motives of underpricing and then goes on to sort out the relationship between underpricing and loss of state-owned assets. Finally the thesis expounds means of performing underpricing.

**Key Words:** Control ; Liquidity ; Pricing

# 目 录

<b>第一章 导言</b>	<b>1</b>
一、选题背景及研究意义	1
二、上市公司国有股转让历史回顾	2
三、国有股权转让定价相关文献综述	4
四、论文思路、理论背景和概念界定	8
五、论文结构	16
六、本文的主要创新与不足	18
<b>第二章 控制权收益的理论与实证研究</b>	<b>25</b>
<b>第一节 控制权收益的理论分析</b>	<b>25</b>
一、公司控制权内涵及变迁	25
二、控制权公共收益	27
三、控制权私有收益	28
四、控制权公共收益与私有收益的关系	30
五、控制权私有收益与股权结构的选择	31
六、控制权私有收益与股权融资	33
<b>第二节 控制权价值实证研究综述</b>	<b>34</b>
一、投票权溢价测算法	34
二、大宗股权交易溢价法	37
<b>第三节 我国上市公司国有股权控制权价值实证研究</b>	<b>42</b>
一、样本选取及设计	42
二、研究方法的选择	44
三、描述性统计结果	45
四、控制权溢价的影响因素	48

本章小结 .....	53
第三章 流动性的理论与实证研究 .....	61
第一节 流动性偏好和流通权价值 .....	61
一、流动性定义 .....	61
二、流动性偏好理论述评 .....	62
三、流动性与流通权 .....	68
第二节 流动性与资产定价实证研究综述 .....	69
一、股票市场内流动性与资产定价 .....	69
二、股票市场内外流动性与资产定价 .....	71
第三节 我国 A 股流通权价值实证研究 .....	78
一、样本设计与选取 .....	78
二、研究方法的选取 .....	79
三、描述性统计结果及验证 .....	80
四、流动性折价的影响因素：企业个体特征 .....	84
本章小结 .....	87
第四章 剩余索取权价值的理论分析与实证研究 .....	95
第一节 剩余索取权价值分析：企业价值评估理论的视角 .....	95
一、剩余索取权 .....	95
二、企业价值评估途径及方法比较研究 .....	96
第二节 民营化进程中的企业价值评估比较研究 .....	100
一、民营化机构的比较 .....	100
二、评估方法的比较 .....	101
三、评估模式的比较 .....	103
第三节 三种评估途径的实证研究 .....	105
一、相关文献简要回顾 .....	105
二、方法、样本设计和评估方法选择 .....	105

三、统计检验结果 .....	108
四、灰色关联度分析 .....	109
五、结论与不足 .....	109
<b>本章小结 .....</b>	<b>110</b>
<b>第五章 我国上市公司国有股权价值评估框架 .....</b>	<b>114</b>
<b>第一节 企业价值评估框架的整合与发展 .....</b>	<b>114</b>
一、企业价值评估发展趋势 .....	114
二、企业价值评估的整合 .....	117
<b>第二节 价值层次 .....</b>	<b>119</b>
一、线性价值层次图 .....	119
二、非线性价值层次图 .....	121
<b>第三节 控股股权的流动性折价 .....</b>	<b>127</b>
<b>第四节 股票交易价格与控制权价值 .....</b>	<b>131</b>
<b>第五节 我国国有股权转让定价的价值层次图选择 .....</b>	<b>133</b>
一、价值层次图的选择 .....	133
二、价值层次与企业价值评估模型的整合 .....	137
三、价值层次与评估途径 .....	140
<b>本章小结 .....</b>	<b>143</b>
<b>第六章 我国上市公司国有股权转让定价方法 .....</b>	<b>148</b>
<b>第一节 国外民营化股权转让定价趋势 .....</b>	<b>148</b>
<b>第二节 不同于 IPO 低定价的国有股权转让低定价分析 .....</b>	<b>150</b>
一、IPO 低定价分析 .....	150
二、民营化的低定价分析 .....	150
三、中小投资者保护与低定价 .....	152
<b>第三节 我国上市公司国有股权转让的低定价实施方法 .....</b>	<b>155</b>
一、低定价与国有资产流失 .....	155



二、低定价实施方法 .....	157
三、低定价实施方法的可行性分析 .....	160
四、低定价实施方法的不足之处 .....	162
<b>本章小结 .....</b>	<b>162</b>
<b>第七章 案例分析——宝钢股份国有股权转让定价模拟 ...</b>	<b>166</b>
<b>第一节 公司背景介绍 .....</b>	<b>166</b>
<b>第二节 属于股东的剩余索取权价值评估 .....</b>	<b>167</b>
一、收益途径 .....	167
二、资产途径 .....	171
<b>第三节 控制权与流通权价值评估 .....</b>	<b>171</b>
一、控制权溢价分析 .....	172
二、流动性折价分析 .....	173
<b>第四节 从价值层次进行定价模拟 .....</b>	<b>174</b>
<b>本文结论 .....</b>	<b>176</b>
<b>附  录 .....</b>	<b>178</b>
<b>后  记 .....</b>	<b>184</b>

# Contents

<b>Chapter 1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
Section 1	About Selecting Topic and Significance.....	1
Section 2	Review of the Transfer of Listed Companies' State Stock...	2
Section 3	Theoretical Overview .....	4
Section 4	Clues of the Thesis, Theoretical Background and Definition of Concepts.....	8
Section 5	Structure of the Thesis.....	16
Section 6	Main Innovation and Insufficiencies of the Thesis.....	18
<b>Chapter 2</b>	<b>Theoretical and Empirical Research on Control Benefit.....</b>	<b>25</b>
<b>Subchapter 1</b>	<b>Theoretical Analysis of Control Benefit.....</b>	<b>25</b>
Section 1	Definition and Evolution of Corporate Control.....	25
Section 2	Public Benefit of Control.....	27
Section 3	Private Benefit of Control.....	28
Section 4	Relationship Between Public Benefit and Private Benefit	30
Section 5	Private Benefit of Control and Equity Financing.....	31
Section 6	Private Benefit of Control and Selection of Ownership Structure.....	33
<b>Subchapter 2</b>	<b>Survey of Empirical Studies on Control Value.....</b>	<b>34</b>
Section 1	Voting Rights Premiums Measurement.....	34
Section 2	Block Trades Premiums Measurement.....	37
<b>Subchapter3</b>	<b>Empirical Research on Control Value of China listed companies' State Stock.....</b>	<b>42</b>

Section 1	Sample Selection .....	42
Section 2	Methodology.....	44
Section 3	Results of Descriptive Statistics.....	45
Section 4	Factors Influencing Control Premiums.....	48
<b>Summary.....</b>		<b>53</b>
<b>Chapter 3 Theoretical and Empirical Research on Liquidity.....</b>		<b>61</b>
<b>Subchapter 1 Liquidity Preference and Circulation Rights Value...61</b>		
Section 1	Definition of Liquidity.....	61
Section 2	Survey of Liquidity Preference Theory.....	62
Section 3	Liquidity and Circulation Rights.....	69
<b>Subchapter 2 Survey of Empirical Studies on Liquidity and Asset Pricing.....</b>		<b>69</b>
Section 1	Liquidity and Asset Pricing in Stock Market.....	69
Section 2	Liquidity and Asset Pricing between in and outside Stock Market.....	71
<b>Subchapter 3 Empirical Research on Circulation Rights Value of China's A Share.....</b>		<b>78</b>
Section 1	Sample Selection.....	78
Section 2	Methodology.....	79
Section 3	Results of Descriptive Statistics and Verification.....	80
Section 4	Factors influencing Liquidity Discounts: Firm Character....	84
<b>Summary.....</b>		<b>87</b>
<b>Chapter 4 Theoretical and Empirical Research on Residual Claim .....</b>		<b>95</b>
<b>Subchapter 1 Analysis of Residual Claim Value.....</b>		<b>95</b>

Section 1	Residual Claim.....	95
Section 2	Comparative Study of Approaches and Methods of Firm Value Evaluation.....	96
<b>Subchapter 2</b>	<b>Comparative Study on Firm Value Evaluation in Privatization .....</b>	<b>100</b>
Section 1	Comparison of Privatization Organizations.....	100
Section 2	Comparison of Evaluation Methods.....	101
Section 3	Comparison of Evaluation Modes.....	103
<b>Subchapter 3</b>	<b>Empirical Research on Three Evaluation Approaches .....</b>	<b>105</b>
Section 1	Simple Survey of Correlative Research.....	105
Section 2	Selection of Methodology, Sample and Evaluation Methods .....	105
Section 3	Results of Statistical Treatment.....	108
Section 4	Gray Correlation Analysis .....	109
Section 5	Conclusion and Insufficiency.....	109
<b>Summary.....</b>		<b>110</b>
<b>Chapter 5</b>	<b>Framework of Evaluating China Listed Companies' State Stock Value.....</b>	<b>114</b>
<b>Subchapter 1</b>	<b>Integration and Development of the Framework of Firm Value Evaluation.....</b>	<b>114</b>
Section 1	Tendency of Firm Value Evaluation.....	114
Section 2	Integration of Firm Value Evaluation.....	117
<b>Subchapter 2</b>	<b>Levels of Value.....</b>	<b>119</b>
Section 1	Linear Levels of Value Chart.....	119
Section 2	Nonlinear Levels of Value Chart .....	121

<b>Subchapter 3 Liquidity Discounts of Holding Stock.....</b>	<b>127</b>
<b>Subchapter 4 Stock Price and Control Value.....</b>	<b>131</b>
<b>Subchapter 5 Levels of Value Chart of China's State Stock Transfer .....</b>	<b>133</b>
Section 1 Selection of Levels of Value Chart.....	133
Section 2 Integration of Levels of Value and Firm Value Evaluation Model .....	137
Section 3 Levels of Value and Evaluation Approaches.....	140
<b>Summary.....</b>	<b>143</b>
<b>Chapter 6 Pricing Method of China's Listed Companies' State Stock Transfer.....</b>	<b>148</b>
<b>Subchapter 1 Tendency of Stock Transfer Pricing in Overseas Privatization.....</b>	<b>148</b>
<b>Subchapter 2 Analysis of State Stock Transfer Underpricing.....</b>	<b>150</b>
Section 1 Analysis of IPO Underpricing.....	150
Section 2 Analysis of Privatization Underpricing.....	150
Section 3 Protection of Minority Investors and Underpricing.....	152
<b>Subchapter 3 Performing Underpricing in Domestic State Stock Transfer.....</b>	<b>155</b>
Section 1 Underpricing and Loss of Stated-owned Assets.....	155
Section 2 Performing Underpricing.....	157
Section 3 Feasibility Analysis of Underpricing.....	160
Section 4 Insufficiencies of Underpricing.....	162
<b>Summary.....</b>	<b>162</b>
<b>Chapter 7 Case Analysis—Baogang Share State Stock</b>	

<b>Transfer Pricing Simulation.....</b>	<b>166</b>
<b>Subchapter 1 Company Background.....</b>	<b>166</b>
<b>Subchapter 2 Evaluation of Residual Claim Value belonging to Shareholders.....</b>	<b>167</b>
Section 1 Income Approaches.....	167
Section 2 Asset-based Approaches.....	171
<b>Subchapter 3 Evaluation of Control and Circulation Rights Value .....</b>	<b>171</b>
Section 1 Analysis of Control Premiums.....	172
Section 2 Analysis of Liquidity Discounts.....	173
<b>Subchapter 4 Pricing Simulation Based on Levels of Value.....</b>	<b>174</b>
<b>Conclusion.....</b>	<b>176</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>178</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>184</b>

## 第一章 导言

### 一、选题背景及研究意义

国有企业的效率难题在于它的封闭性,而并不在于它的非私有性,<sup>①</sup>通过产权制度改革使封闭式的国有制转变为开放性、社会化的国有制(周立群 2003, P353)。国有资本分散于过多企业和产业在加大国有资产管理成本和难度、耗费过多财政支出同时,也不利于发挥对国民经济的控制和引导作用。包括资产重组、产权转让在内的国有经济战略布局调整成为一种内在必然趋势。<sup>②</sup>新型国有资产管理体制的基本特征是实行分级行使所有权,地方政府对国有资产拥有更大的处置权,在这一体制下,如果没有一个相对合理的定价政策,国有资产流失风险将较以往大得多,“郎顾之争”已引起理论界关于国有资产流失大辩论,近来一些地区为急于将国有资产变现而以不合理价格出售的案例也屡见报端。

包括国有股在内的非流通股流通问题一直是困扰我国证券市场的系统性风险。黄松琛(2002)所构建的理论模型表明我国上市公司大股东通常持有大量非流通股而获得控制权,<sup>③</sup>由于非流通股巨大的折价,进一步减少了掏空行为导致的股票价值损失,从而强化大股东转移上市公司资产

---

<sup>①</sup> 关于国有企业与私有企业的效率比较,从理论上产权理论(如 Vicker (1996)、荣兆梓 (1996)等)认为私有企业的产权人享有剩余利润占有权,从而有较强激励动机提高企业的效率。刘芍佳和李骥(1998)认为“改变产权不等于企业治理方法向促使企业效率提高的方面转换,利润激励只有在市场竞争前提下才能发挥激励经营者增加投入的作用”。代理理论对国有企业的治理结构做了细致分析,对其内部行为如隐瞒产量、内部人控制等做了令人信服的解释,但张宇燕和何帆(1996)认为“委托代理关系是任何组织都存在的普遍现象,不是国有企业之所以异于其他类型企业不同的某些方面”。从实证研究上看也无法得出肯定的答案,不同学者基于各自观测指标和样本得出不同结论,如 Djankov 和 Murrell (2002)以前苏联和东欧为研究样本,认为如果是民营化后控制权由外部人持有则效率得到提高。Kole 和 Mulherin (1997)的结论是民营化前后不存在显著的效率变化。

<sup>②</sup> 国内理论界对国有经济调整必要性进行充分研究,吴敬琏等(1997, P3)从“有限的国有资本难以支撑庞大的国有经济的盘子”角度。张春霖(1999)从一个理论模型入手考察国家所有制所面临的融资问题,说明这种调整并非由政策因素引起的暂时现象。从市场失灵理论可论证国有经济的边界。

<sup>③</sup> 如无特别说明,本文的控制权均仅指股东所拥有的控制权,主要是决策控制权(或剩余控制权)。

和利润的动机。王汀汀等（2003）对我国 A 股市场增发的市场反应和原因进行了实证研究与分析，指出股权分置使非流通股股东有利用增发为自己谋利动机，<sup>①</sup>从而使增发并非建立在真正的经济价值之上。非流通股尚未流通的关键问题在于还未找到为各利益相关者所接受的定价方法。

理论应该能够用来解释和预测现象，若不能如此，则说明这个理论存在缺陷（Friedman，1953）。理论界缺乏一个完整的股权价值评估体系，使在具体实践和理论研究中仅以相关理论进行替代，然而这些理论却无法解释“具有相同剩余索取权的股票在不同市场流通转让其交易价格存在的差异具有显著性和持续性”现象，显示股权价值评估忽略股权其他重要属性，这在相当程度上解释国内外理论界虽对国有股权定价进行一定程度的研究但尚未形成统一定价政策的原因，理论研究无法指导实践，造成对国有股权定价随意性。

## 二、上市公司国有股转让历史回顾

国有股权是国家股和国有法人股的统称。所谓“国家股”，是指有权代表国家投资的政府部门或机构，向股份制企业出资形成或依法定程序取得的股份。所谓“国有法人股”，是国家直接投资设立的国有企业以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份制企业出资形成或依法定程序取得的股份，因该股份属法人股性质且持股单位系国有性质，故称国有法人股。<sup>②</sup>

1994 年 4 月，珠海恒通集团收购棱光实业 35.5%的股权，这是中国证券市场上第一例国有股转让，同年 9 月陆家嘴以每股 2 元的价格协议回购国有股 2 亿股，开国有股回购的先河。<sup>③</sup>《公司法》第 148 条规定：“国家授权投资的机构可以转让其持有的股份，也可以购买其他股东持有的股

<sup>①</sup> “股权分置指目前我国上市公司股权结构中，流通股与非流通股分离的现象，解决股权分置的本质是解决资本市场的制度性问题，把不可流通的股份变成可流通的股份”（谢庚，2005）。

<sup>②</sup> 财政部注册会计师考试委员会办公室：《经济法》，中国财政经济出版社，2001.3，第 183 页。

<sup>③</sup> 资料来源：<http://business.sohu.com/68/91/article201819168.shtml>。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库